

## 益民集团 (600824)

## 收入增速收敛，继续关注并购基金进展

## 推荐 (维持)

现价：5.58元

## 主要数据

行业	平安商贸零售
公司网址	www.yimingroup.com
大股东/持股	上海黄浦区国有资产监督管理委员会/39.04%
实际控制人/持股	黄浦区国有资产监督管理委员会/39.04%
总股本(百万股)	878
流通A股(百万股)	878
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	49.01
流通A股市值(亿元)	49.01
每股净资产(元)	1.9
资产负债率(%)	29.9

## 行情走势图



## 证券分析师

## 耿邦昊

投资咨询资格编号  
S1060512070001  
0755-22625433  
gengbanghao458@pingan.com.cn

## 研究助理

## 林浩然

一般从业资格编号  
S1060112080041  
0755-22627559  
linhaoran074@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

**事项：**益民集团发布2014年一季报，实现营业收入8.35亿元，同比增长1.6%；归属上市公司股东的净利润为0.51亿或EPS=0.058元、同比增长4.5%；扣非后净利润0.47亿元（非经常损益主要为政府补助150万及投资理财收入86万元）同比下降2.1%，净利率6.1%，符合我们预期。

## 平安观点：

## ■ 收入增速下滑，毛利率同比下降

受终端需求萎缩、网购渠道分流等不利因素影响，公司1Q营收仅增长1.6%，增速较去年同期下滑25.5个百分点（1Q11/12分别为17.4%/17.6%）。考虑到物业租赁业务收入相对稳定，我们判断主要是黄金珠宝业务及内衣销售增速下滑导致。由于毛利率较低的批发业务大幅增长，公司1Q毛利率同比大幅下降2.3个百分点（1-4Q2013分别下降3.2/5.5/0.8/3.9个百分点）。

## ■ 费用率大幅下降，但仍有改善空间

自2010年开始公司进入费率下行通道，1Q销售+管理费用率继续下降2.0个百分点至13.5%。从现金流量表来看，员工费用同比下降12.8%。我们认为，公司费用端仍有一定改善空间：从年报来看，人工费用仍高于行业均值1个百分点以上；黑箱费用率高达5%以上，而港股零售公司该项目平均不足2%，在增长受限、毛利率下滑的情况下费用端改善较好缓解了业绩压力。

## ■ 并购基金打开想像空间，有望成为产业整合平台

公司与德同资本共同成立“德益消费升级产业基金”，以产业整合与并购重组等方式，投资消费及电子商务等新兴渠道企业。公司未来不仅将获得稳定现金分红，更可以利用德同资本资源优势及专业金融工具放大投资能力，向产业整合及创新投资平台转型，与现有品牌产生良性协同，从而进一步提升品牌价值。

## ■ 国企改革受益标的，维持“推荐”评级

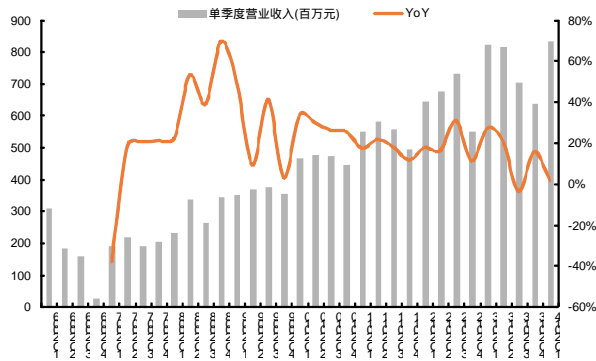
随着国企改革深化，公司或从三方面受益：1)引入激励机制，改善费用结构。2)引入战略投资者。通过多元化的股权结构和利益制衡机制，嫁接股东优质资产及客户资源；3)资源整合或产业并购，公司有望成为国企资源整合平台载体。

公司以“品牌内衣销售+物业出租”为主营业务架构，大量自有物业提供较强安全边际。成立并购基金并控股东方典当推动公司向金融领域转型，未来有望成为产业整合及创新投资平台。考虑到内衣行业竞争日趋激烈，维持14/15年EPS至0.20/0.21元，对应14年动态PE=28X，“推荐”评级。

**风险提示：**国企改革进度低于预期；网购对内衣销售的冲击；商业物业到期后无法续约。

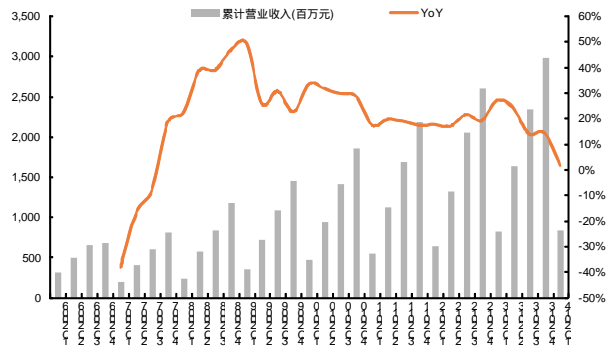
	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,605	2,980	3,279	3,534
YoY(%)	19.1	14.4	10.0	7.8
净利润(百万元)	150	165	177	187
YoY(%)	10.3	10.4	7.2	5.9
毛利率(%)	27.3	24.0	24.0	23.9
净利率(%)	5.7	5.5	5.4	5.3
ROE(%)	9.7	9.9	9.6	9.2
EPS(摊薄/元)	0.17	0.19	0.20	0.21
P/E(倍)	32.8	29.7	27.7	26.2
P/B(倍)	3.2	2.9	2.7	2.4

图表 1 公司季度收入增速



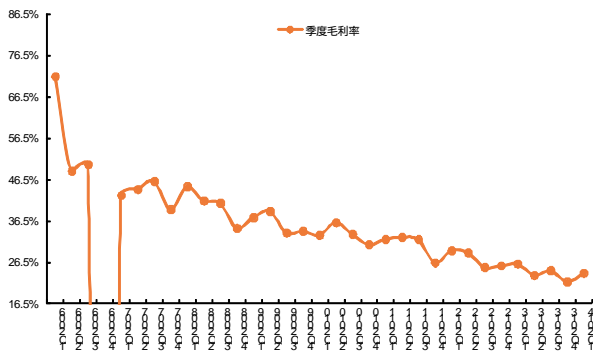
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 公司季度累计收入增速



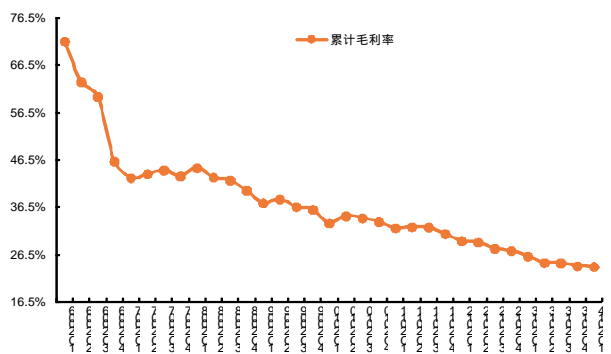
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 公司季度毛利率



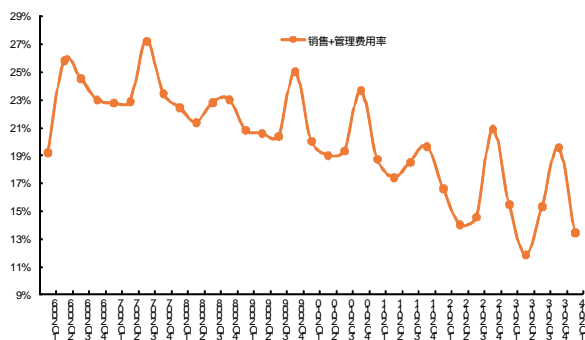
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 公司季度累计毛利率



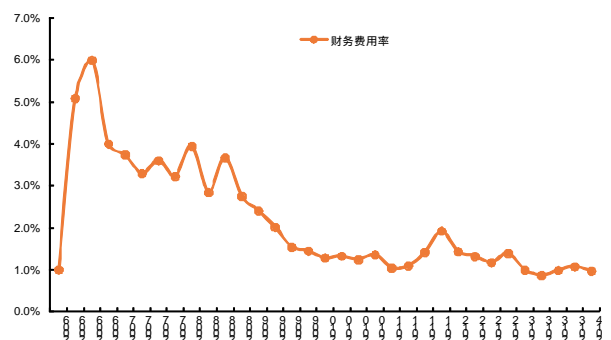
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 公司季度销售+管理费用率情况



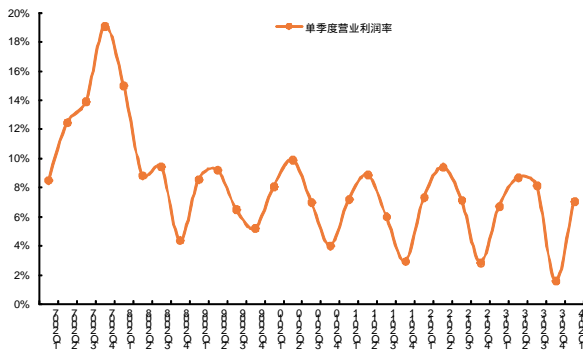
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 公司季度财务费用率情况



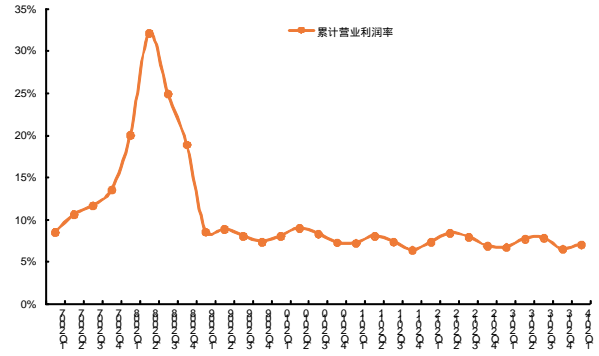
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 7 公司季度营业利润率



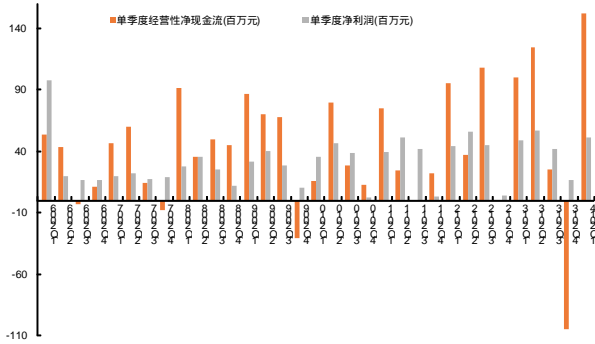
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 8 公司季度累计营业利润率



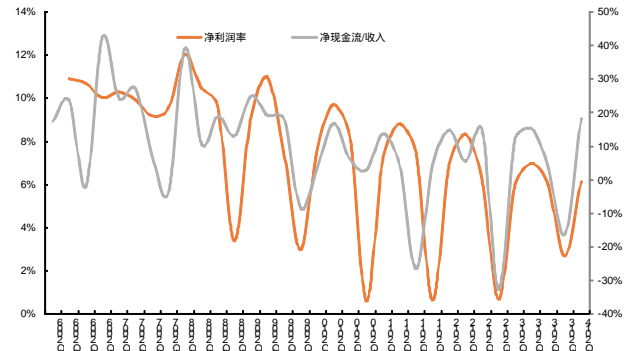
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 9 公司季度经营性现金流与净利润比较



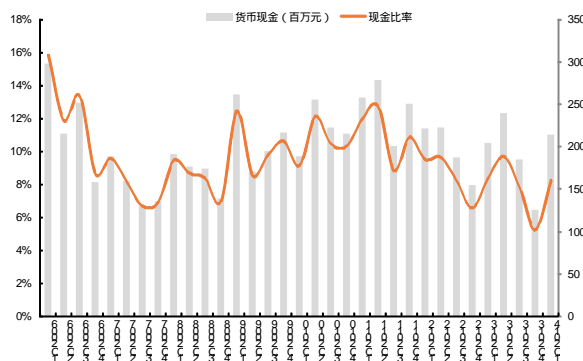
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 10 公司净现金流与收入比较



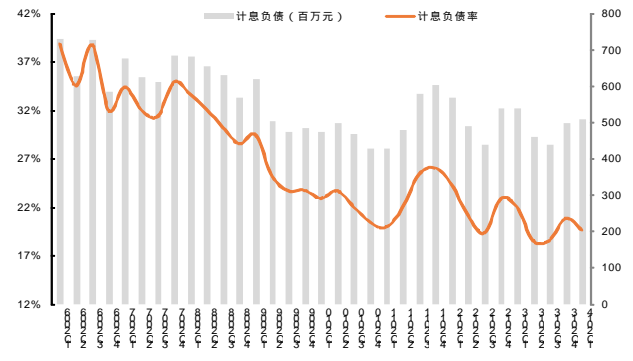
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 11 公司季度经营性现金流与净利润比较



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 12 公司净现金流与收入比较



资料来源：wind，平安证券研究所

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	970	994	1173	1275
现金	155	125	164	212
应收账款	35	63	23	25
其它应收款	29	28	33	35
预付账款	75	59	75	81
存货	672	713	872	914
其他	6	6	6	7
<b>非流动资产</b>	1391	1398	1563	1648
长期投资	53	62	62	62
固定资产	164	174	329	448
无形资产	29	33	24	9
其他	1144	1129	1148	1128
<b>资产总计</b>	2361	2393	2736	2923
<b>流动负债</b>	706	714	879	876
短期借款	490	500	620	603
应付账款	53	44	75	81
其他	162	170	185	192
<b>非流动负债</b>	98	2	2	2
长期借款	50	0	0	0
其他	48	2	2	2
<b>负债合计</b>	804	716	881	877
少数股东权益	8	10	12	15
股本	732	878	878	878
资本公积	136	135	135	135
留存收益	681	653	829	1017
<b>归属母公司股东权益合计</b>	1557	1676	1856	2045
<b>负债和股东权益</b>	2361	2393	2736	2923

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	2605	2980	3279	3534
营业成本	1894	2264	2492	2689
营业税金及附加	51	47	52	57
营业费用	236	270	272	286
管理费用	188	187	200	223
财务费用	34	29	31	34
资产减值损失	0	4	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0
投资净收益	3	6	0	0
<b>营业利润</b>	204	186	231	245
营业外收入	6	59	10	10
营业外支出	1	7	2	2
<b>利润总额</b>	208	239	239	253
所得税	56	70	60	63
<b>净利润</b>	153	168	179	190
少数股东损益	3	4	2	2
<b>归属于母公司净利润</b>	150	165	177	187
EBITDA	300	284	358	382
EPS (元)	0.17	0.19	0.20	0.21

#### 主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入%	19.1	14.4	10.0	7.8
营业利润%	4.2	-8.9	24.2	6.1
净利润%	10.3	10.4	7.2	5.9
<b>获利能力</b>				
毛利率%	27.3	24.0	24.0	23.9
净利率%	5.7	5.5	5.4	5.3
ROE%	9.7	9.9	9.6	9.2
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率%	34.0	29.9	32.2	30.0
净负债比率%	67.2	69.8	70.4	68.7
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	13.3	15.2	19.1	37.1
应付账款周转率	9.0	11.6	10.5	8.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.17	0.19	0.20	0.21
每股经营现金流	0.1	0.2	0.2	0.3
每股净资产	1.8	1.9	2.1	2.3
<b>估值比率</b>				
P/E	32.8	29.7	27.7	26.2
P/B	3.2	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	0.0	15.8	19.4	15.7

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	60	145	190	279
净利润	152	169	177	187
折旧摊销	0	65	75	95
财务费用	34	29	31	34
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-160	-15	-95	-40
其它	33	-103	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-16	-59	-240	-180
资本支出	-160	-160	-240	-180
长期投资减少	0	0	0	0
其他	144	101	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-140	-115	88	-51
短期借款增加	60	10	120	-17
长期借款增加	0	-50	0	0
普通股增加	0	146	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-200	-222	-31	-34
<b>现金净增加额</b>	-97	-30	39	48

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大  
厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦  
6 楼 601 室

邮编：100031